

ホリスティック企業レポート キタムラ

2719 東証二部

フル・レポート
2013年6月20日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130617

要旨

1. 会社の概要

・写真専門店「カメラのキタムラ」を軸に全国に 1,291 店(13/3 期末)をチェーン展開する業界最大手。

・プリント関連を取り扱う「イメージング部門」とデジカメやスマホ等を取り扱う「ハード部門」が同社事業の中核を担う。

2. 財務面の分析

・キタムラ(以下、同社)の業績は、09/3 期以降、写真プリント市場の縮小により踊り場を迎えていたが、13/3 期は「ハード部門」の伸長等により増収増益を達成。

・14/3 期も「スタジオマリオ」の店舗拡大と「ハード部門」の好調持続により増収増益決算を見込む。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本は、写真専門店として蓄積された技術や知識、ブランド力を中心に形成され、それが他社との差別化要因となっている。

4. 経営戦略の分析

・同社の戦略目標は、店舗とネットを組み合わせたワンストップサービスで集客力を高めるとともに、様々な顧客接点を通じて潜在的なプリント需要を掘り起こすことにある。

・同社ならではの発想でプリント需要を喚起するための有効策を打ち出せるかがポイントとなる。

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、16/3 期までの年平均成長率として売上高 1.3%、営業利益 8.1%を予想する。

・現在の株価はフェアバリューの範囲内。中期的な適正株価水準として 613 円～735 円を想定。

アナリスト: 柴田 郁夫
+81 (0) 3-6858-3216
ishibata@stock-r.org

【主要指標】

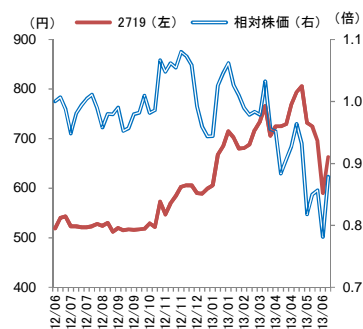
	2013/6/14
株価(円)	663
発行済株式数(株)	17,918,252
時価総額(百万円)	11,880

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	12.0	11.2	11.3
PBR(倍)	0.6	0.6	0.6
配当利回り(%)	3.0	3.0	3.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-4.6	-6.1	22.1
対TOPIX(%)	2.6	-8.0	-11.0

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/6/11

【2719 キタムラ 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2011/3	144,551	2.6	1,495	-	2,015	92.9	716	-	42.19	1,019.5	20.0
2012/3	135,052	-6.6	665	-55.5	1,256	-37.6	429	-40.1	25.40	1,029.1	10.0
2013/3	139,307	3.2	2,059	209.6	2,256	79.6	931	117.2	55.16	1,074.0	20.0
2014/3 CE	141,000	1.2	2,300	11.7	2,400	6.3	1,000	7.3	59.19	-	20.0
2014/3 E	141,000	1.2	2,300	11.7	2,400	6.3	1,000	7.3	59.19	1,043.0	20.0
2015/3 E	143,000	1.4	2,400	4.3	2,500	4.2	1,050	5.0	58.60	1,082.8	20.0
2016/3 E	145,000	1.4	2,600	8.3	2,700	8.0	1,100	4.8	61.39	1,125.3	20.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中長期業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

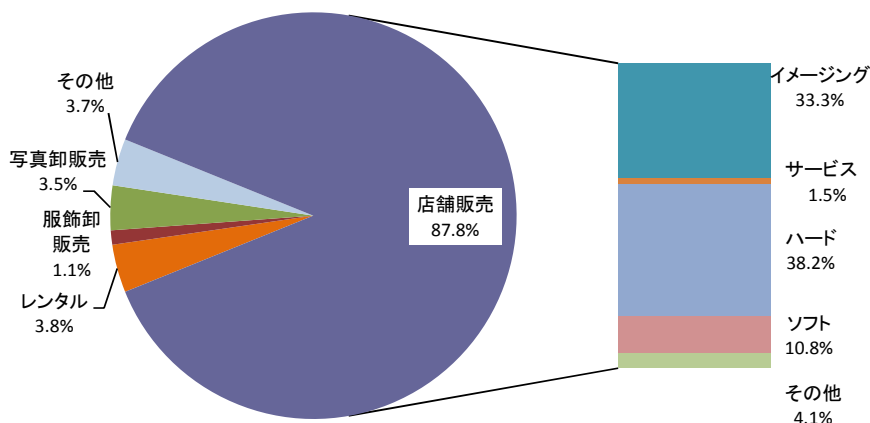
デジカメ販売と写真プリントが中核

◆ 写真専門店「カメラのキタムラ」等をチェーン展開

キタムラ（以下、同社）は、写真専門店である「カメラのキタムラ」等を全国にチェーン展開している。カメラ等の販売、写真プリントサービス、証明写真や記念写真の撮影サービスを店頭にて提供している。13/3 期末の店舗数は、「カメラのキタムラ」905 店、こども写真館「スタジオマリオ」375 店、Apple 正規サービスプロバイダ認定店 11 店の合計 1,291 店を擁し、業界最大手に位置付けされる。

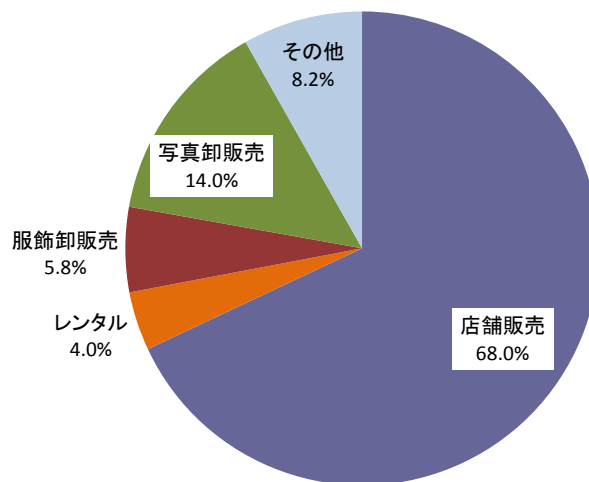
事業セグメントは、主力の「店舗販売事業」の他、「レンタル事業」、「服飾卸販売事業」、「写真卸販売事業」、「その他事業」の 5 つに区分されるが、「店舗販売事業」が全売上高の約 88% を占め、全セグメント利益（調整前）の約 68% を稼ぎ出している。さらに「店舗販売事業」は、「イメージング部門」、「サービス部門」、「ハード部門」、「ソフト部門」、「その他」の 5 つのサブセグメントに分類されるが、その内、プリント、証明写真、フォトブックなどのプリント関連を取り扱う「イメージング部門」と、コンパクトカメラ、一眼レフカメラ、スマートフォンなどのカメラ製品関連を取り扱う「ハード部門」の 2 部門合計で全売上高の約 71% を占めており、両部門が同社の中核を担っている。なお、同社グループは、同社と連結子会社 7 社、持分法非適用会社 1 社により構成されている（各事業と連結子会社の概要については図表 3 を参照）。また、自社の現像所を 3 か所（福岡市、高松市、川口市）持ち、平和島には大規模な物流施設を所有している。

【図表 1】事業別売上高 (13/3 期)



(出所) キタムラ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表 2】 セグメント利益構成 (13/3 期)



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

【図表 3】 各事業とグループ会社概要

事業セグメント	事業概要
店舗販売事業 (株)キタムラ	カメラ等の販売、写真プリントサービス、証明写真や記念写真の撮影サービス等を店頭にて提供。主に、当社が販売、サービス提供を行い、現像・プリント等の製造については連結子会社(株)ラボ生産に一部委託する。
レンタル事業 (株)ピコムキタムラ	カルチャア・コンビニエンス・クラブ(株)のフランチャイジーとしてDVDやCDのレンタルを中心に「TSUTAYA」事業を行う。連結子会社(株)ピコムキタムラが運営。
服飾卸販売事業 (株)キタムラトレードサービス	服飾雑貨等の輸入卸販売を行っており、連結子会社(株)キタムラトレードサービスが運営する。主な取扱い商品は「OUTDOOR PRODUCTS」など。
写真卸販売事業 (株)ラボネットワーク	映像・写真関連商品の卸販売、プリント現像処理サービス及びデジタル加工処理サービスを行う。連結子会社(株)ラボネットワークが運営する。
その他事業 (株)キタムラメディカル (株)キタムラピーシーデポ	レントゲンフィルム・医療用機器等の販売、(株)ピーシーデポコーポレーションのフランチャイジーとして「PC DEPO」事業等を行う。

その他グループ会社	
(株)ラボ生産	プリント現像処理及びデジタル加工処理
(株)キタムラビジネスソリューション	グループのシェアード・サービス会社
サイエント ソリューションズ(株) ※持分法非適用会社	eビジネス発展のためのコンピュータソフトウェアの開発及び販売

(出所) 会社資料より証券リサーチセンター作成

> **ビジネスモデル**

◆ **写真専門店で特化した独自の出店戦略で差別化**

同社のビジネスモデルの特徴は、写真専門店で特化していることと独自の出店戦略にある。同社が全国にチェーン展開する「カメラのキタムラ」は、地方都市のロードサイドを中心に、売り場面積 60 坪～100 坪の中規模店を基本とし、写真に関するワンストップサービスを提供している。これは、ヨドバシカメラやビックカメラが、家電製品やパソコンなどを取り揃えた超大型店を大都市の繁華街に出店しているのとは対照的である。

一方、地方都市の写真専門店の場合、駅前やショッピングセンター内に 10 坪～20 坪程度の売り場を構えているのが一般的であり、同社はそのどちらでもないポジショニングで店舗数を拡大してきた。特に、地方都市においては地域一番店を目指し、それまでの写真専門店にはなかった豊富な品揃えやワンストップサービスの提供、スケールメリットを活かした低価格戦略等により顧客の支持を得てきた。また、大都市圏で一部競合する家電量販店とは、写真に関する専門性、提案力を活かした接客サービス、写真の楽しさを訴える個性的な売り場づくりで差別化を図っている。

◆ **ワンストップサービスで集客力を高めプリントで稼ぐ**

同社の店舗では、デジカメやスマホの販売から修理（スマホの修理は Apple 社製品のみ）の受付、プリントの注文から受取のほか、フォトブック等の写真関連商品の販売、併設されたスタジオマリオでの記念撮影など、写真に関するワンストップサービスを提供している。幅広いニーズに対応することで集客力を高める効果があるとともに、最終的には利幅の厚いプリント注文に結びつけることに狙いがある。

利幅の厚いプリントサービスが同社の収益源

同社は、部門別の収益状況を開示していないが、プリント関連の「イメージング部門」が同社の収益源となっていると推察される。従って、顧客接点の拡大と潜在的なプリント需要の掘り起こしが、同社の利益成長を牽引する収益モデルと言えよう。同社は、様々な目的で来店する顧客に対して、プリント需要を喚起するための提案営業に注力している。

◆ **O2O（オンライン to オフライン）の推進で更なる成長を目指す**

EC 市場の拡大とともに、同社もネットからの注文が増加しているが、商品の受取は店頭を指定する顧客も多い。13/3 期のネット注文による売上高は約 360 億円（店頭にある EC 用のタブレット端末経由を含む）で、そのうち 3 分の 2 は店頭受取となっている。これは、最終的な商品の確認や説明、何か不具合があった場合の対応を専門家に相談したいとする消費者心理に基づくものであると考えられる。同社は、全国に展開する店舗網を活用して、ネットによる利便性と店舗での付加価値

ネットと店舗の融合で顧客満足度の向上を図る

値サービスを組み合わせて顧客満足度の向上を図る構えである。また、「キタムラネットショップ」、「ネットプリント」、「マリオ予約」などキタムラグループの8つのネットショップをモール化し、総合的な商品の提案や顧客の利便性向上を実現する「eモール」の構築を進めている。

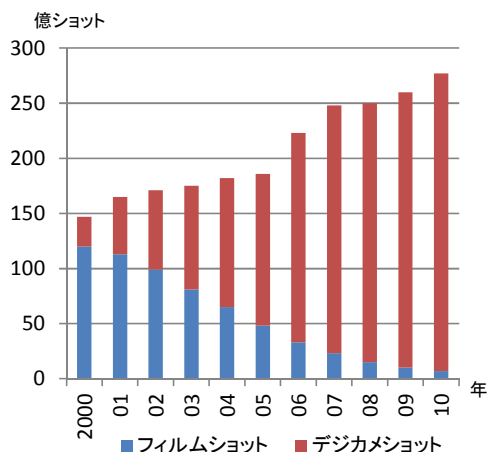
> 市場構造とポジション

膨大な画像データをいかにプリント需要に結びつけるかがテーマ

◆ 写真プリント市場はデジタル化の進展で縮小傾向

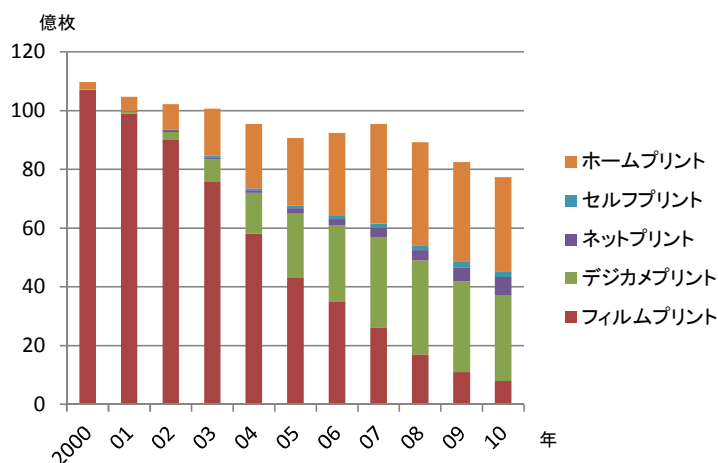
過去の写真プリント市場を振り返ると、最も注目すべき環境変化として、2000年頃から始まったデジタルカメラの急速な普及があげられる。フィルムカメラからデジタルカメラへの転換が進んだことにより、「写真を撮る」ことがより身近になったことから、写真ショット数そのものは、年々増加の一途を辿ってきた。

【図表4】写真ショット数の推移



(出所) フォトマーケット調べの統計
情報に基づき証券リサーチセンター作成

【図表5】写真プリント需要の推移



(出所) フォトマーケット調べの統計
情報に基づき証券リサーチセンター作成

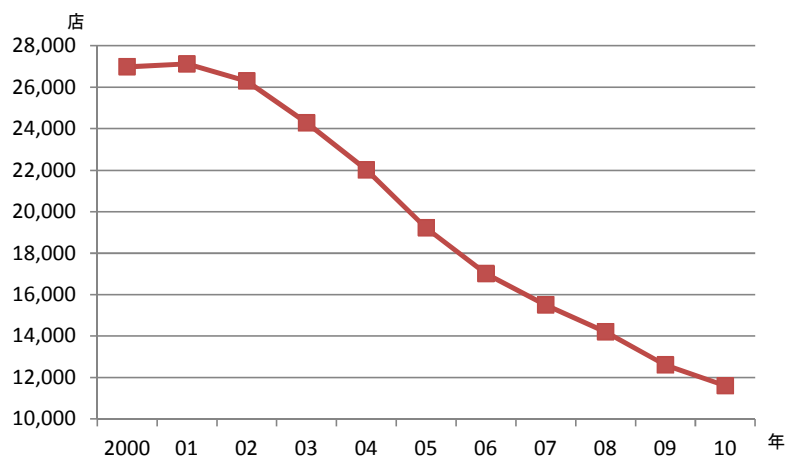
日本カラーラボ協会の統計情報によれば、2010年の写真ショット数は10年前の約2倍近くまで拡大しており、その内、デジタルカメラによるものは90%以上となっている。最近のスマートフォンの普及は、その傾向にますます拍車をかけていると言えよう。その一方で、写真プリント需要は減少傾向にある。フィルムからのプリントが減っているのは当然として、その減った分をデジタルプリントでカバーできていないことが大きな要因である。その背景としてホームプリントの定着も考えられるが、それも最近ではあまり伸びていない。このことは、写真を撮ってもプリントせずにスマートフォンやパソコン、記憶媒体等の中に保存したままになっているということの意味してい

る。これには、撮った写真をパソコンやタブレット、最近ではフォトフレームなど、画面上で鑑賞するといった楽しみ方の変化も影響していると考えられる。いずれにせよ、保存されたままになっている膨大な画像データをいかにプリント需要に結びつけるかが業界の大きなテーマになっている。

◆ DPE 業界は淘汰が進む

一方、写真プリント市場における同社の主要な競合先は、DPE (店内にミニラボ機を設置し、その場でフィルムの現像、焼き付けを行う店) と呼ばれる写真店である。その多くは企業が独自のブランドで全国にチェーン展開しているものである。デジタル化への進展と同時に写真プリント市場の縮小という厳しい環境変化に直面することで店舗数は激減し、経営難に陥るところもある中で業界再編や淘汰が進められてきた。現在、全国にチェーン展開している上場企業としては、同社の他に「パレットプラザ」「55 ステーション」を展開するプラザクリエイト (7502JQS) がある。

【図表 6】 DPE 店舗数の推移



(出所) フォトマーケット調べの統計情報に基づき証券リサーチセンター作成

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は、1934年、高知県高知市において、北村政喜氏(現会長の父)が「キタムラ写真機店」を創業したところから始まる。43年に法人組織に改組。地元で店舗を増やししながら、他の写真店の現像の仕事を請け負う業務にも手を広げ、しだいに業容を拡大した。70年に商号を現在の「株式会社キタムラ」に変更した。76年に岡山県に初めてロードサイド型の大型店を出店。その成功が引き金となって出店を加

速し、その後3年間で岡山県に30店以上、さらに中国地方一円、近畿、北陸、そして全国へと店舗数を拡大していった。1989年に東京本社を設置し、93年には本社機能拡大に伴い東京本社を新横浜本社として新横浜に移転した。

2000年頃から始まったデジタルカメラの急速な普及が業界を直撃するが、99年に「デジタルミニラボ」を導入するなどデジタル化への対応を迅速に進めて順調に業績を伸ばした。01年に日本証券業協会店頭市場(現JASDAQ)に登録し、05年には東証二部へ上場を果たす。その後、厳しい市場環境を背景に業界淘汰が進む中で、06年に首都圏に基盤をもつ「カメラのきむら」の株式取得(子会社化)、07年に富士フイルムの子会社で「SNAPS!」を展開していた「ジャスフオート」の全株式を取得し、一気に1,000店体制を構築した。さらに、09年には「カメラのきむら」、「ジャスフオート」及びその子会社の「スナップス販売」を吸収合併し、店舗ブランドを「カメラのキタムラ」へと一本化を図った。

◆ 経営理念

同社は「すべてのお客様に新しい写真の楽しみ方を提供し、また写真文化を発展進化させていくことが、私たちの使命です。」と謳っている。経営理念は「流されるのではなく、時代を読み流れをつかむ。それが私たちの変わらない力です。」を掲げている。

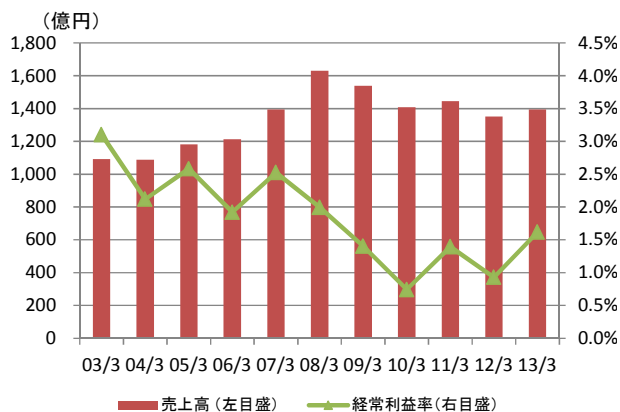
2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 写真プリント市場の縮小により同社の業績も伸び悩み

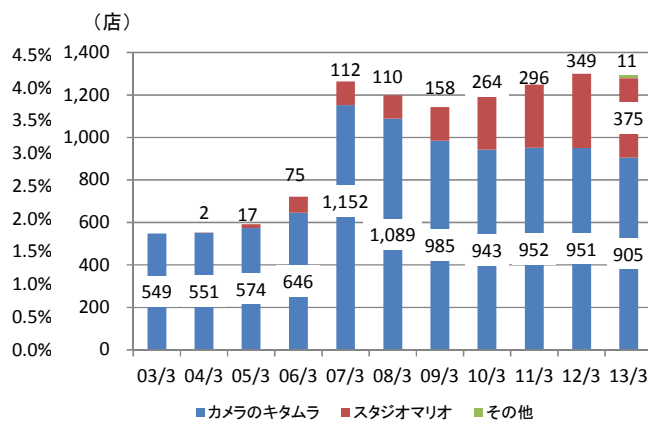
03/3 期からの同社の業績を振り返ると、売上高のピークとなる 08/3 期までは、フィルムプリント需要の減退による写真プリント市場の縮小と業態淘汰が進展する中で、デジカメプリント需要への対応を迅速に進めた同社は、同業 2 社の買収などで順調に店舗数を拡大した。また、付加価値の高いこども写真館の伸長やデジカメ需要の増大も追い風となって同社の業績は堅調に推移した。しかし、その後、デジカメプリント需要の伸び悩みや、デジカメ市場の競争激化を背景に業績は踊り場を迎えている。経常利益率も 03/3 期は 3.1% だったが、09/3 期以降は 1% を挟んだ水準で低迷している。

【図表 7】 売上高と経常利益率の推移



(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

【図表 8】 店舗数の推移



(出所) ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

◆ 13 年 3 月期決算は増収増益

13/3 期決算は、会社予想 ⇒ 実績、単位：百万円で売上高 140,000 ⇒ 139,307 (前期比 3.2%増)、営業利益 1,900 ⇒ 2,059 (同 209.6%増)、経常利益 2,100 ⇒ 2,256 (同 79.6%増)、純利益 800 ⇒ 931 (同 117.2%増) とほぼ会社予想に近い業績で増収増益だった。

事業別売上高では、主力の店頭販売事業が 122,298 百万円 (前期比 3.2%増)、レンタル事業が 5,323 百万円 (同 1.7%減)、服飾卸販売事業が 1,590 百万円 (同 3.0%増)、写真卸販売事業が 4,936 百万円 (同 11.5%増)、その他事業が 5,158 百万円 (同 0.5%減)。特に、店頭販売事業では、「イメージング部門」が 46,335 百万円 (同 2.5%減) と苦戦する中で、一眼、ミラーレスやスマートフォンの販売が好調であった「ハード部門」が 53,153 百万円 (同 11.6%増) と大きく増収に貢献した。

なお、「イメージング部門」においては、不採算店の閉店で店舗数が減少(12/3 期末 951 店舗→13/3 期末 905 店舗)した「カメラのキタムラ」が前期比 4.3%の減収となる一方で、成長基調が続く「スタジオマリオ」は店舗数を拡大(12/3 期末 349 店舗→13/3 期末 375 店舗)し、前期比 6.7%の増収と明暗を分けた。

また、「ハード部門」については、一眼・ミラーレスが販売台数、単価ともに前期を上回ったこと、スマートフォンは取扱店の拡大(12/3 期末 211 店舗→13/3 期末 321 店舗)が伸びた要因である。

一方、利益面では、ハード部門の売上構成比上昇(店舗販売セグメントにおいて 12/3 期 40.2%→13/3 期 43.5%)で原価率が上昇するものの人件費や販促費の削減などコスト改革に取り組んだ結果、経常利益率が改善した(12/3 期 0.9%→13/3 期 1.6%)。

> 同業他社との比較

◆ 収益性に改善の余地あり

同業他社として、DPE 店をチェーン展開するプラザクリエイトの他、こども写真館に特化するスタジオアリスを選定した。なお、事業構成ではプラザクリエイトのほうが近い。

【図表 9】主な財務指標の同業他社比較

銘柄 証券コード 決算期	キタムラ 3063 2013.3期	プラザクリエイト 7502 2013.3期	スタジオアリス 2305 2012.12期	
規模	売上高(百万円)	139,307	18,633	33,794
	経常利益(同上)	2,256	310	4,446
	総資産(同上)	60,717	10,370	24,781
収益性	自己資本利益率	5.2%	6.3%	11.3%
	総資産経常利益率	3.7%	2.9%	18.6%
	売上高経常利益率	1.6%	1.7%	13.2%
成長性	売上高(3年成長率)	-0.4%	-3.4%	3.1%
	経常利益(同上)	29.3%	-14.6%	15.8%
	純資産(同上)	2.3%	-13.1%	10.7%
安全性	自己資本比率	29.9%	28.5%	63.7%
	流動比率	110.3%	114.7%	170.4%
	インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	14.9	54.2	126.4

(出所) 各社資料より証券リサーチセンター作成

収益性は、同社とプラザクリエイトはともに低い水準と言える。一方、圧倒的に優位な状況にあるスタジオアリスは、収益性の高い領域に特化していることが主因であり、同社においても「スタジオマリオ」だけを見れば収益性は高いと推察される。さらに、同社の場合は、ハード部門のウェイトが高いことも収益性に影響を与えている。従って、写真に関するワンストップサービスを標榜する企業と、収益性の高い領域に特化している企業との事業ドメインの違いとも言える。同社の場合、現在の収益モデルを継続している限り、大幅な収益性向上は考えにくい。過去の実績等勘案すれば、経常利益率3%程度までの改善余地はあると思われる。

成長性についても、写真プリント市場の縮小を背景に、同社とプラザクリエイトはともにマイナスとなっている。この点でも、成長性豊かなこども写真館に特化するスタジオアリスはプラス成長となっている。財務基盤(自己資本比率)や短期の支払い能力(流動比率)についてはプラザクリエイトとほぼ同水準と思われるが、スタジオアリスと比べると見劣り感がある。しかし、財務の安全性に懸念があるほどのものではない。

> 今後の業績見通し

スタジオマリオとハード部門が好調を持続する見込み

◆ 14年3月期会社予想

14/3期について会社は、売上高1,410億円(前期比1.2%増)、営業利益23億円(同11.7%増)、経常利益24億円(同6.3%増)、純利益10億円(同7.3%増)を見込んでいる。震災による反動増があった13/3期の伸びと比べれば控えめな水準となっている。前提となる出店計画は、「スタジオマリオ」が15店、「カメラのキタムラ」が5店の合計20店。事業別売上予想の開示はないが、前提となる出店計画等から判断すると「店舗販売事業」が同社業績を牽引する計画のようだ。特に、店舗数が拡大する「スタジオマリオ」と足元好調な「ハード部門」が引き続き売上を牽引するものと思われる。経常利益率は前期と同レベルの水準を想定している。

◆ 14年3月期の当センター予想

当センターも14/3期会社予想は妥当な予想と判断している。当センターでも、「スタジオマリオ」と「ハード部門」が好調を持続する「店舗販売事業」が増収に寄与すると予想し、「写真卸売事業」も前期に引き続き増収を見込んでいる。一方、「レンタル事業」は市場全体の縮小を反映して減収を予想した。「服飾卸売事業」及び「その他の事業」は現時点では判断材料に乏しく横ばいを想定した。

➤ 中期業績見通し

◆ 中期的には緩やかな伸びを予想

同社は、具体的な中期経営計画を公表していない。当センターでは、今期会社予想の傾向が来期以降も継続することを想定し、16/3 期までの売上高、営業利益、経常利益を以下のように予想した。

【図表 10】 中期業績予想

百万円	13/3期	14/3期予	15/3期予	16/3期予	年平均成長率
売上高	139,307	141,000	143,000	145,000	1.3%
伸び率	3.2%	1.2%	1.4%	1.4%	
店舗販売事業	122,298	124,000	126,000	128,000	1.5%
伸び率	3.2%	1.4%	1.6%	1.6%	
レンタル事業	5,323	5,300	5,270	5,220	-0.6%
伸び率	-1.6%	-0.4%	-0.6%	-0.9%	
服飾卸販売事業	1,590	1,590	1,590	1,590	0.0%
伸び率	3.0%	0.0%	0.0%	0.0%	
写真卸販売事業	4,936	4,950	5,000	5,050	0.8%
伸び率	11.5%	0.3%	1.0%	1.0%	
その他事業	5,158	5,160	5,140	5,140	-0.1%
伸び率	-0.5%	0.0%	-0.4%	0.0%	
営業利益	2,059	2,300	2,400	2,600	8.1%
利益率	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	
経常利益	2,256	2,400	2,500	2,700	6.2%
利益率	1.6%	1.7%	1.7%	1.9%	

百万円	13/3期	14/3期予	15/3期予	16/3期予	年平均成長率
店舗販売事業	122,298	124,000	126,000	128,000	1.5%
伸び率	3.2%	1.4%	1.6%	1.6%	
イメージング部門	46,335	46,500	46,800	47,300	0.7%
伸び率	-2.5%	0.4%	0.6%	1.1%	
サービス部門	2,088	2,090	2,090	2,090	0.0%
伸び率	22.5%	0.1%	0.0%	0.0%	
ハード部門	53,153	54,700	56,400	57,900	2.9%
伸び率	11.6%	2.9%	3.1%	2.7%	
ソフト部門	14,981	14,980	14,980	14,980	0.0%
伸び率	-6.3%	0.0%	0.0%	0.0%	
その他	5,740	5,730	5,730	5,730	-0.1%
伸び率	2.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	

(注) 予想は証券リサーチセンター予想

(出所) 証券リサーチセンター作成

事業別売上高では、主力の「店舗販売事業」が増収に寄与する見通し。中期的に見ても、高単価のデジカメやスマートフォンの販売強化策に取り組む「ハード部門」とともに、併設店として出店余地の残る「スタジオマリオ」が同社の成長を牽引すると見ている。同社が注力するプリント需要の拡大は、まだ同社の業績にインパクトを与える程の成果を期待できる段階ではなく、ほぼ横ばいを想定した。従って、想定以上のペースで需要喚起策が奏功すれば業績の上振れ要因となろう。なお、16/3 期末時点の店舗数については、「カメラのキタムラ」が 900 店舗 (13/3 期末比マイナス 5 店舗)、「スタジオマリオ」が 420 店舗 (同プラス 45 店舗) と予想した。

「カメラのキタムラ」については、同社の推進する O2O (オンライン to オフライン) が e モールと既存店での活用を中心としており、積極的な店舗拡大策を前提としたものではないことや、都心型ステーション立地への出店もまだ研究段階にあることを考慮した結果、毎期 5 店舗程度の新規出店は見込むものの、スクラップ&ビルドによる閉店も想定されるため店舗数は若干の減少を予想した。また、需要の大きい「スタジオマリオ」については、既存の「カメラのキタムラ」への併設店として出店を進めているが、まだ出店余地が残っていることから毎期 15 店舗の純増を前提とした。

一方、利益面については、ハード部門の売上構成比率の向上に伴って原価率が上昇するものの、併設店の増加や O2O (オンライン to オフライン) の推進等により、売り場効率が高まることで営業利益率は緩やかに改善するものと想定した。なお、消費税引き上げに伴う影響については考慮していない。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 写真専門店へのこだわりが同社の知的資本の源泉

同社の知的資本は、長年、写真専門店にこだわり続けてきたことで蓄積された専門的な技術や知識、ブランド力を中心に形成され、それが他社との差別化要因となると同時に、地域の顧客からの信頼やカメラ愛好者からの支持に結びついている。

【図表 11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	数値
関係資本			
顧客	<ul style="list-style-type: none"> ・全国の店舗網やネットを活用した顧客との接点 ・地域一番店としての顧客ロイヤリティ ・「フォトカルチャー倶楽部(PCC)」などを通じたカメラ愛好者からの支持 	①来店客数 ②ネット会員数 ③商圈シェア ④PCCの会員数	①非開示 ②552万人(13/5月末) ③非開示 ④71,000人(13/5月末)
ブランド	<ul style="list-style-type: none"> ・長年培ってきた写真専門店「カメラのキタムラ」の店舗ブランド力 ・人気ブランドに成長した「スタジオマリオ」 	①店舗数 ②ブランド認知度	①カメラのキタムラ:905店 /スタジオマリオ:375店 ②非開示
事業パートナー	<ul style="list-style-type: none"> ・カルチャコンビニエンスクラブ(CCC)との関係 ・スマートフォンメーカーとの関係 ・Apple社認定の修理サービスの展開 ・ファミリーマート、サンスター、トヨタとの販促キャンペーン 	①「TSUTAYA」のFC店 ②スマートフォン取扱店 ③Apple認定店数 ④コラボ企画の数	①18店 ②321店 ③11店 ④非開示
組織資本			
プロセス	<ul style="list-style-type: none"> ・製造から販売まで一貫体制による付加価値創造 ・幅広い集客力を活かしたプリントへ結び付ける体制(仕組み) 	①プリント事業の収益性 ②スマートフォン購入者のプリントオーダー率	①非開示 ②34.6% (Tポイント利用実績から)
知的財産・ノウハウ	<ul style="list-style-type: none"> ・写真に関する技術や知識、情報の蓄積 ・専門性を活かした接客サービス 	①マニュアルの更新頻度 ②フォトコンシェルジュの数	①年1回 ②非開示
人的資本			
経営陣	<ul style="list-style-type: none"> ・北村会長(CEO)を中心としたチームワーク ・環境変化への対応力 ・徹底した現場重視とブレない経営方針 	①役員の数 ②経営トップの視察回数	①取締役:18名 /執行役員:2名 ②非開示
従業員	<ul style="list-style-type: none"> ・情報共有の徹底による参加意識の高揚と社員教育 ・のれん分け制度(委託店舗制度)による高いモチベーション ・ホリプロなど外部を活用したユニークな研修制度 	①共有された情報の量 ②委託店舗数 ③外部研修の回数	①非開示 ②155店舗 ③非開示

(出所) 証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、環境保護活動と称して以下の取り組みを推進している。

1. 写真コンテストの開催や「環境フォトコンテスト」への賛助により環境保護に貢献
2. 「日本野鳥の会」への賛助により野鳥の保護に協力
3. ミニラボに使用した廃液を安全に処理

4. 使用済フィルムケース、電池、インクカートリッジを回収し、適正に処理
5. 環境省「いきものみつけ」の活動を応援
 - 「いきものみつけて、暮らしを変える」。生物多様性からみた地球温暖化を考える活動に協力している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は2008年にNPO法人フォトカルチャー倶楽部(PCC)の設立に参画した。この背景は、「みんなで新しい写真体験を」をスローガンに、撮影会や写真教室などのイベントを通じて、写真文化の発展に貢献するため。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は創業者一族である北村会長(CEO)、杉本副会長、浜田社長以下18名(その内、社外取締役1名)で構成され、会長(CEO)、副会長、社長の3人に代表権がある。同社の企業規模から判断すると取締役会の過大感は否めず、取締役会が業務執行における指示や報告の場になっている印象がある。また、唯一の社外取締役は独立性があるものの、数の上で十分なモニタリング機能が果たせるものかどうかの懸念がある。

一方、監査役会は5名(その内、社外監査役は3名)。社外監査役のうち2名は、取引先兼上位株主である富士フィルム、並びに四国銀行出身者であり形式的には独立性に課題がある。他の1名は、十条セントラル(現日本紙パック)出身者となっている。

株主構成の上位には、創業者一族や取引先、従業員持株会など安定株主が並ぶが、集中度は比較的緩やかであり、個人株主を中心に分散されているものと見られる。

【図表 12】 大株主の状況

	(%)
株式会社キタマサ	12.32
富士フィルム	9.49
キタムラ従業員持株会	6.85
キャンノンマーケティングジャパン株式会社	3.57
株式会社四国銀行	3.35
北村正志	2.11
木村朝彦	2.06
株式会社みずほコーポレーション銀行	2.01
東京海上日動火災保険株式会社	2.00
キタムラ取引先持株会	1.89
合計	45.65

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成(12年3月末)

【図表 13】 所有者別状況

	(%)
金融機関等	13.28
法人	35.28
外国法人等	0.10
個人その他	51.34
合計	100.0

(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成(12年3月末)

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 潜在的なプリント需要の掘り起こしが課題

同社の当面の課題は、潜在的な写真プリント需要を掘り起こすことで、同社のコアであるプリントを軸とした成長戦略を再び軌道に乗せることにある。同社は、すべての活動を「プリントにつなげる」ことを中長期的な戦略目標としたうえで、今期は以下の4つの柱を掲げている。

1. デジカメ、スマートフォンの販売強化
 - (ア) デジカメは、販売好調な一眼、ミラーレスカメラをさらに拡販する。
 - (イ) コンパクトカメラは、写真専門店の強みを活かして、高級機種の販売に注力する。
 - (ウ) スマートフォンは、販売店舗数を増やすだけでなく、複数のキャリアを取り扱う店を増やす。
 - (エ) スマートフォンの取扱いが一目でわかる店舗デザインに変更する。
2. O2O (オンライン to オフライン) の推進
 - (ア) O2O をさらに進めて、店舗と EC 両方の客数・売上高の増加を目指す。
3. 新規出店 (スタジオマリオ、カメラのキタムラ、Apple 正規サービスプロバイダ認定店)
 - (ア) キタムラ内へのスタジオマリオの出店を中心に、スタジオマリオ 15 店、カメラのキタムラ 5 店、計 20 店の出店を計画。
 - (イ) O2O を活かした都心型ステーション立地への出店を研究する。
 - (ウ) Apple 正規サービスプロバイダ認定店として、アップル製品の修理サービスをさらに展開する。
4. 七五三・年賀状で収益向上
 - (ア) 「七五三」撮影で、スタジオマリオの客数・売上高の増加を目指す。
 - (イ) 年賀状は、オリジナル年賀状・デザイナーズ年賀状を強化するとともに、スマートフォンに加えタブレットからも注文できるようにすることで、6,400 万枚 (前期比 4.4%増) の獲得を目指す。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

- ◆ 全国に展開する店舗網と専門性を活かした提案力に強み
同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 14】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・全国に約1,300店を展開する店舗網 ・写真に関する専門性を活かした接客サービスや提案力 ・長年培ってきた写真専門店「カメラのキタムラ」のブランド認知 ・ワンストップサービスの提供を通じた幅広い集客力
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・業績の伸び悩み ・収益力の低さ ・写真プリントに依存した収益構造
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・写真に関する新たな需要の創出 ・新しい技術の導入による新サービスの開発 ・EC市場の拡大や新しい商材の出現による販売機会の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・写真プリント市場の衰退 ・円安や原油価格高騰による原価の上昇 ・代替品（サービス）の出現 ・消費税導入等による消費マインドの減退

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 経営戦略の評価

同社ならではの発想でどんな有効策を打ち出せるかがポイント

- ◆ 市場の縮小トレンドをいかに克服するかに注目

同社のこれまでの経営戦略を振り返ると、写真専門店に特化するとともに独自の出店戦略で他社との差別化を図ってきたことや、デジタル化の進展という業界の根幹を揺るがす環境変化に対しても迅速かつ柔軟に対応を進めることで、逆に残存者利益を享受できたことは高く評価できる。

一方、今後は、写真専門店にこだわり続けてきたがゆえに、市場の縮小トレンドという逆風をいかに乗り越えて行けるかが大きな課題であろう。同社は、潜在的なプリント需要の掘り起こしを通じて再び成長力を回復させ、同時に収益力も高める方針である。様々な顧客接点を通じてプリントへ結び付ける提案や声かけ、無料プリントサービスの提供など、地道な活動により需要喚起を図っているが、同社ならではの発想で、どのような有効策を打ち出せるかが今後のポイントとなる。

> 利益還元策

当面は現在の配当水準が
継続する公算が大きい

◆ 安定配当と自社施設利用券の株主優待

同社は、株主への安定的な配当を継続することを経営の最重要課題のひとつと位置づけ、業績に裏付けされた成果の配分を行うことを基本方針としている。数値目標では連結ベースで「配当性向 30%」を掲げている。過去の配当実績は、07/3 期以降年 20 円配を継続してきたが、12/3 期に年 10 円（配当性向 39.4%）に減配。しかし、13/3 期には再び年 20 円（配当性向 36.3%）とする見込みである。14/3 期も同社は年 20 円配（配当性向 33.8%）を予定しており、当センターでも年 20 円配を予想する。当センターの中期業績予想では、配当水準を変更するほどの材料は見当たらず、しばらくは現在の配当額が継続される可能性が高いと考えられる。また、個人株主対策として、スタジオオマリオ利用券による株主優待制度を実施している。

> バリュエーション比較

◆ 現在の株価はフェアバリュエーションの範囲内

同社の類似会社として、DPE をチェーン展開するプラザクリエイトとこども写真館に特化するスタジオアリスを選定した。現在の株価水準は、今期予想基準 PER 及び配当利回りから判断すると、フェアバリュエーションの範囲内と考えられる。なお、同社とプラザクリエイトの実績基準 PBR がスタジオアリスより低いのは資本効率性 (ROE) の違いを反映したものと捉えることができる。

【図表 15】 株価バリュエーション

銘柄 決算期		キタムラ 3月	プラザクリエイト 3月	スタジオアリス 12月
売上高	百万円	141,000	18,633	33,794
(営業利益率)	%	1.6%	1.7%	12.3%
純利益	百万円	1,000	200	2,150
純資産	百万円	18,220	2,957	16,181
ROE	%	5.2%	6.3%	11.3%
予想PER	倍	11.2	9.7	11.3
実績PBR	倍	0.6	0.7	1.5
予想配当利回り	%	3.0%	4.0%	3.2%
過去3年成長率	%	-0.4%	-3.4%	3.1%
同 営業利益	%	-	-0.3%	14.5%
株価	円	663	500	1,420
時価総額	百万円	11,880	2,306	24,395

(注) キタムラの予想は証券リサーチセンター予想、他 2 社は会社予想
(出所) 各種資料に基づき証券リサーチセンター作成

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な想定株価は 613 円～735 円

同業他社株のバリュエーションを考慮し、同社の適正な PER を 10～12 倍と想定し、当センター予想の 16/3 期 EPS 61.39 円に基づくと、同社の中期的な適正株価水準は 613 円～735 円のレンジが想定される。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

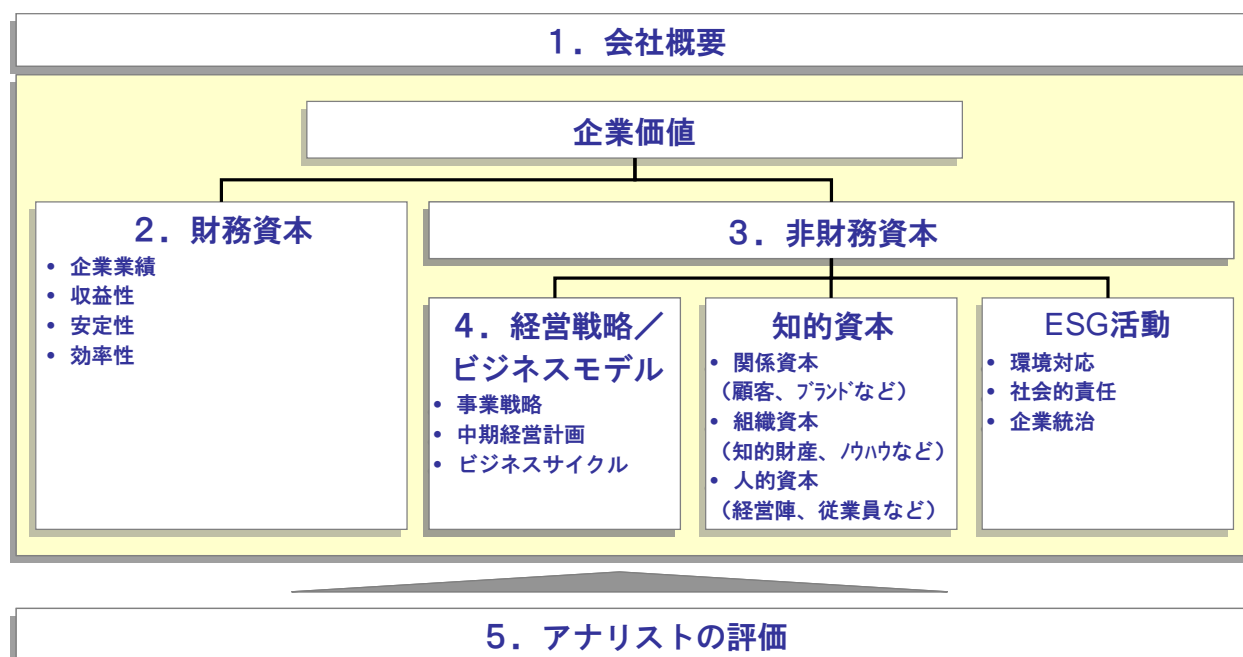
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。